

## MAANDBERICHT OVER OKTOBER 2009

### Inleiding

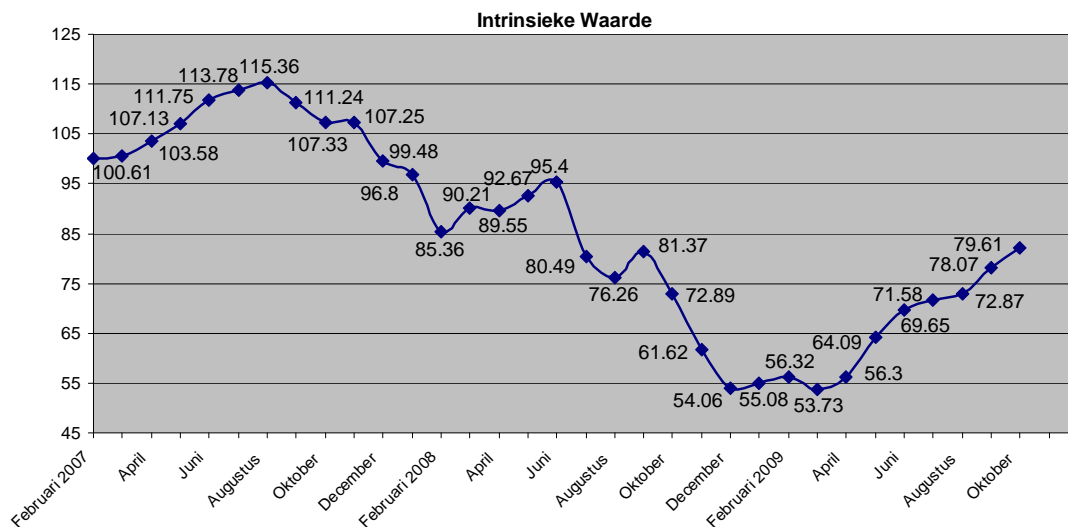
Voor de eerste maal sinds februari werd de verslagmaand met lagere koersen afgesloten. De AEX-index leverde 3% in op 302,36, terwijl de Amsterdam Midkap Index de daling met 1,8% beperkt hield op een slotstand van 466,81. De Amsterdam Smallcap Index, die in de achterliggende periode was achtergebleven bij de andere indices, kon in oktober per saldo nog 1,4% stijgen tot 440,06. De intrinsieke waarde per participatie van het Add Value Fund eindigde de verslagmaand met een verlies van 3% door een koersdaling van €82,06 naar €79,61. Year-to-date bedraagt de waardeinstijging 44,5%. Per 30 oktober was voor een bedrag van €38,4 miljoen belegd in 23 ondernemingen. Per 2 november 2009 bedraagt de omvang van het beheerd vermogen €38,7 miljoen, hetgeen betekent dat per deze datum 99,2% van het beheerd vermogen.

De intrinsieke waarde, het fondsvermogen en het aantal participaties zijn als volgt:

Intrinsieke waarde per participatie per 2 november 2009	€79,61
Fondsvermogen	€38.724.852
Aantal uitstaande participaties per 2 november 2009	486.432

De gerealiseerde rendementen (procentueel) vanaf de start van het fonds zijn in het volgende overzicht weergegeven:

Jaar	Jan.	Febr.	Mrt.	Apr.	Mei	Juni	Juli	Aug.	Sep.	Okt.	Nov.	Dec.	Jaar	Cum.
2007	-	+0,6	+2,9	+3,4	+4,3	+1,8	+1,4	-3,6	-3,5	0,0	-7,2	-2,7	-3,20	-3,20
2008	-11,8	+5,7	-0,7	+3,5	+2,9	-15,6	-5,3	+6,7	-10,4	-15,5	-12,3	+1,9	-43,10	-44,92
2009	+2,2	-4,6	+4,8	+13,8	+8,7	+2,8	+1,8	+7,1	+5,1	-3,0			+44,53	-20,39



#### Mutaties in de portefeuille

Wij namen in oktober enigermate winst op de grotere belangen in de portefeuille, te weten **Imtech**, **Unit 4 Agresso**, **Grontmij** en **Koninklijke Ten Cate**. Daarnaast werden de posities in **BAM Groep**, **Macintosh Retail Group** en **Sligro Food Group** licht gereduceerd.

De belangen in **Aalberts Industries**, **Amsterdam Commodities**, **Crucell**, **Neways Electronics** en **USG People** werden in bescheiden mate vergroot.

Als nieuwe naam werd **BinckBank** in de portefeuille opgenomen. De bescheiden waardering in vergelijking tot het sterke winstmomentum, alsmede het aantrekkelijke dividendrendement waren voldoende aanleiding **BinckBank** aan de portefeuille toe te voegen.

#### Bedrijfsnieuws

De ontwikkeling van de orderportefeuille van **Imtech** (technische dienstverlening in Europa) vertoonde ook in het derde kwartaal van het lopende jaar een verdere groei in vergelijking met dezelfde periode van 2008. Imtech's portfolio van technische kerncompetenties – de brede combinatie van elektrotechniek, ICT en werktuigbouw - in combinatie met sterke posities in een groot aantal marktsegmenten en bijna 20.000 klanten, maakt het concern minder gevoelig voor de huidige economische omstandigheden. Imtech signaleert positieve impulsen van economische stimuleringsprogramma's in een aantal Europese landen. Daarnaast kenmerkt Imtech zich door een projectorganisatie die zich flexibel aan wisselende marktomstandigheden kan aanpassen. Imtech is voorts in toenemende mate actief in de groeiemarkt van energy & environment, waaronder energiecentrales en 'groene' oplossingen voor 'groene' gebouwen, 'groene' datacentra en 'groene'schepen. Het kwam dan ook niet als een verrassing dat de Groep de vooruitzichten voor geheel 2009 (een verdere toename van de EBITA door autonome groei en acquisities) en de lange termijn groeidoelstellingen voor 2012 (omzet: €5 miljard, EBITA-marge: 6%) handhaafde. Wij handhaven onze taxatie van een winst per aandeel 2009 van € 1,85 (2008: € 1,64) en voorzien voor 2010 een verdere stijging tot € 2,00 per aandeel. Onze taxaties liggen ruim boven de marktconsensus, die uitgaat van een winstdaling van bijna 8% in 2010. Wij zijn ervan overtuigd dat het profiel van Imtech anno 2010 aanzienlijk minder conjunctuurgevoelig is dan in vorige cycli en houden er dan ook rekening mee dat analisten hun winsttaxaties binnenkort opwaarts moeten bijstellen. Medio oktober verhoogde Kempen & Co het koersdoel van Imtech tot € 24,- per aandeel. Vanaf de huidige koers van € 17,40 bedraagt het opwaartse koerspotentieel aldus 38%.

Met een koersstijging van 10,2% behoorde software-ontwikkelaar **Unit 4 Agresso** tot de best presterende aandelen in oktober. De aanleiding voor deze outperformance vormde de verrassend sterke cijfers over het derde kwartaal 2009. Omdat het vergelijkbare kwartaal van 2008 uitstekende resultaten had laten zien, gingen analisten ervan uit dat 2009 Q3 per saldo een licht dalend resultaat zou gaan opleveren. Echter, door een combinatie van een sterke orderingang en een aanhoudend adequaat kostenbeheer, steeg de EBITDA met 13% tot € 18,9 miljoen. De omzet daalde met 6% tot € 90,1 miljoen, in constante valuta bedroeg de daling slechts 3%. De EBITDA-marge vertoonde een spectaculaire stijging van 17,5% naar 21,0%. Nadat de maanden juli en augustus het predikaat 'goed' hadden verkregen, bleek de maand september de beste maand van het jaar te zijn met een bijbehorende recordwinst. In de Verenigde Staten werd een significante opdracht van een van de toonaangevende universiteiten verworven, die in de toekomst uitzicht biedt op additionele omzet. Ook de publieke sector in het Verenigd Koninkrijk vertoonde groei. Enkele orders die waren gepland voor het vierde kwartaal werden eerder dan verwacht ontvangen. Het eind vorige maand met salesforce.com gestarte FinancialForce.com genereerde de eerste weken een overweldigende belangstelling. De winstbijdrage van FF, waarin Unit 4 Agresso een belang van naar schatting 80% houdt, zal nog wel enkele jaren op zich laten wachten – eerst dienen

de aanvangsinvesteringen te worden goedge maakt. Al met al was sprake van een uitstekend interimbericht. De winsttaxaties werden over een breed front verhoogd naar gemiddeld € 1,35 per aandeel voor 2009 (2008: € 1,15) en naar € 1,60 voor 2010. Op basis van laatstgenoemde prognose wordt thans 10 maal de winst voor de aandelen Unit 4 Agresso betaald. Inmiddels zijn de meeste share price targets van analisten verhoogd naar € 20,- per aandeel. Daarmee bedraagt het opwaarts koerspotentieel van het aandeel een aantrekkelijke 25%. Unit 4 Agresso bekleedt momenteel de derde positie in de portefeuille.

De trading update van textielspecialist **Koninklijke Ten Cate** over het derde kwartaal 2009 werd gunstig ontvangen door beleggers. Op een omzet van € 222 miljoen (-17,3% ten opzichte van 2008 Q3) werd een EBITA van € 18,2 miljoen (-29,5% t.o.v. 2008 Q3) gerealiseerd. De netto winst daalde met 16% van € 11,9 miljoen tot € 10,0 miljoen. Binnen het segment Advanced Textiles & Composites (ongeveer 50% van de groepsomzet) excelleerde de Defender M-materialen voor brandwerende uniformen voor het Amerikaanse leger. Daarentegen bleef de vraag naar beschermende kleding in de industrie onveranderd laag. Inmiddels voert Ten Cate in Nijverdal een reorganisatie door om de kostenbasis in lijn te brengen met de lagere verkoopvolumes. Ten Cate treedt in dit segment op als consolidator: concurrenten hebben het veelal nog moeilijker en overwogen om (delen van) productie te beëindigen of onder te brengen bij derden (zoals Ten Cate). De omzetten van het hoogrenderende composietenmateriaal Cetex ten behoeve van de vliegtuig- en ruimtevaartindustrie bleven laag; de onderneming verwacht dat deze in de loop van 2010 enigszins zullen gaan aantrekken. De Europese markt voor bepantseringen bewoog zich op een gunstig niveau, terwijl in de Verenigde Staten enkele kleinere projecten werden afgerond. De grotere opdrachten laten nog op zich wachten. In het segment Geosynthetics & Grass, goed voor eveneens circa de helft van de groepsomzet, toonde de Amerikaanse geosynthetics-activiteiten nog geen herstel, ofschoon wel meerdere projecten in de pijplijn zitten. Het resultaat verbeterde door effectieve kostenmaatregelen. Er werd wel een volumeherstel genoteerd in de kunstgrasmarkt, dat echter gepaard ging met een verdere prijsdruk. Ten Cate heeft in de internationale grasvezelmarkt een aandeel van circa 80%. Dit onbetwiste marktleiderschap zal de komende jaren tot aanzienlijk betere resultaten kunnen leiden, nu zich in de markt een finale consolidatietendens manifesteert. In 2009 Q3 daalde de Amerikaanse kunstgrasmarkt, stabiliseerde de Europese markt en vertoonde de Aziatische markt een verdere groei. Naar verwachting zal deze Aziatische markt over enkele jaren een substantieel deel van de kunstgrasomzet van Ten Cate voor haar rekening gaan nemen. Tenslotte was de mededeling dat Xennia Technology (industriële inkjettoepassingen) de eerste significante orders in Azië heeft afgesloten, een belangrijke meevaller. Naar verwachting zal Xennia, op middellange termijn en in navolging van Defender M, de volgende kaskraker voor Ten Cate gaan worden. Vanaf 2011 voorzien wij een merkbare winstbijdrage vanuit Xennia. Voor 2009 gaat de marktconsensus uit van een winst per aandeel van € 1,10 (2008: € 2,18) en voor 2010 van € 1,55. Op basis van deze laatste taxatie wordt thans 10,3 maal de winst voor aandelen Koninklijke Ten Cate betaald, hetgeen een bescheiden waardering is gezien het uitstekende winstpotentieel op middellange termijn. De aandelen hebben dit jaar bovendien een zeer negatieve relatieve koersperformance getoond, te weten -0,5% versus +44,5% voor de portefeuille. Het neerwaarts koersrisico achten wij derhalve uiterst beperkt, temeer daar de financiële structuur van de groep, en met name het cashgenererend vermogen, als zeer solide kan worden aangemerkt. Koninklijke Ten Cate is de vijfde grootste holding in de portefeuille.

De ontwikkelingen bij digital marketing agency **LBI International** zijn onderliggend vergelijkbaar met die bij Koninklijke Ten Cate. De netto omzet daalde in het derde kwartaal van 2009 in constante valuta met 15,1% van € 41,0 miljoen naar € 33,8 miljoen, terwijl over de eerste negen maanden van 2009 een omzet van € 102,9 miljoen werd geboekt tegen € 121,4 miljoen over de eerste negen maanden van 2008 (-13,2%). De gecorrigeerde EBITDA daling bleef gedurende deze periode beperkt tot 8,9% van € 14,3 miljoen naar € 13,1 miljoen. De omzetzaling was de resultante van licht lagere bestedingen bij bestaande klanten, enkele uitgestelde projecten en een beduidend lagere omzet uit eenmalige opdrachten. Opvallend is dat in de kernmarkten Verenigde Staten en Verenigd Koninkrijk een operationele verbetering zichtbaar begint te worden. Geleidelijk signaleert het management een tendens dat eerder uitgestelde projecten het

groene licht gaan krijgen. In deze markten realiseert LBi reeds operationele marges van 21-22%. Nu de reorganisaties naar verwachting eind 2009 zullen zijn afgerond, mag voor 2010 van een behoorlijk herstel van de winst per aandeel worden uitgegaan. Daarbij gaan wij tevens uit van een licht marktherstel, eerst in de Verenigde Staten en de Angelsaksische markten en vanaf de tweede helft van 2010 ook in Europa. Op basis van een conservatieve taxatie van €0,20 per aandeel wordt bij de huidige beurskoers van €1,40 slechts 7 maal de verwachte winst voor de aandelen LBi betaald. Deze uiterst bescheiden waardering verklaart de negende positie van LBi International in de portefeuille.

Privaat verhuurbedrijf van woningen **Direct Wonen**, annonceerde een strategiewijziging. In antwoord op de gevolgen van de kredietcrisis is Direct Wonen (DW) voornemens een vastgoedportefeuille in eigen beheer ter grootte van €200 miljoen te gaan opbouwen en exploiteren. Tot op heden was DW slechts incidenteel en op beperkte schaal actief in de verkoop van nieuwe vastgoedprojecten. In 2006 en 2007 heeft DW in dit kader de projecten Funen Park Amsterdam, Statendam Rotterdam en Vista's Amersfoort succesvol afgerond. In de nieuwe opzet zal DW ook bestaand verhuurd stedelijk vastgoed gaan verwerven en exploiteren. De divisienaam wordt gewijzigd van Direct Wonen Residential Sales in Direct Wonen Real Estate. De genoemde vastgoedportefeuille van €200 miljoen zal een combinatie zijn van bestaand en verhuurd stedelijk vastgoed en nieuw ontwikkeld stedelijk vastgoed. De volgende profilering wordt nagestreefd:

- minimaal 50 wooneenheden;
- de rente per wooneenheid bedraagt maximaal €850,- per maand en
- de locaties bevinden zich in de Randstad en/of in de overige 20 grootste steden in Nederland.

De financiering van de portefeuille vindt deels uit eigen middelen en deels door middel van bankfinanciering plaats. Naar verwachting zal reeds dit jaar een deel van de portefeuille kunnen worden gerealiseerd en zal volgend jaar het geheel kunnen worden gecompleteerd. Wij beschouwen deze verbreding van de activiteiten als een welkome aanvulling op de strategie van Direct Wonen. Met een bestand van 5,3 miljoen unieke bezoekers op haar websites en 542.000 geregistreerde abonnees bekleedt DW de leidende positie in de Nederlandse verhuurmarkt. Het actief inspelen op een markt- en prijsontwikkeling kan op termijn een forse impuls aan het winstmomentum geven. Daarnaast kwam Direct Wonen in oktober negatief in het nieuws door een conflict met de gemeente Amsterdam. Deze heeft de verhuurvergunning van Direct Wonen ingetrokken omdat DW zich niet aan de gemeentelijke voorschriften zou houden. DW bestrijdt deze visie en heeft het dispuut voor de rechtbank aanhangig gemaakt. Zolang deze rechtszaak loopt, behoudt DW haar vergunning. Naar schatting 4% van de verhuuromzet van DW komt uit de Amsterdamse regio, zodat het directe risico van omzet- en resultaatverlies overzienbaar is. Echter, het reputatierisico zou groter kunnen blijken te zijn, mocht DW voor de rechter in het ongelijk worden gesteld.

De nieuwe strategie van DW verkleint de kans op een beursexit en vergroot onze inziens de kans dat DW in de loop van 2010 een notering aan Euronext Amsterdam zal verkrijgen, waardoor de verhandelbaarheid van de aandelen zal gaan verbeteren. Het op de Londense AIM verhandelde Direct Wonen-aandeel noteert momenteel 29 pence, hetgeen een discount van circa 28% ten opzichte van de zichtbare intrinsieke waarde impliceert. Op basis van een winsttaxatie van 0,04 pence per aandeel voor 2010 wordt ruim 7 maal de verwachte winst voor het aandeel betaald. Direct Wonen staat op de twaalfde positie in de portefeuille.

**BinckBank** publiceerde derde kwartaalcijfers die de marktconsensus wederom overtroffen. De gecorrigeerde (voor IFRS-afschrijving en fiscale verschillen) nettowinst kwam uit op €21,5 miljoen tegen €16,9 miljoen in het derde kwartaal van 2008, een stijging van 46%. De toename was met name het resultaat van gestegen netto rentebaten (+24%) en gestegen netto provisiebaten (+13%). Daarnaast hadden toegenomen toevertrouwde middelen en de stijging van effectenkrediet een positief effect op de rentebaten. De totale toevertrouwde middelen stegen met 13% naar €2,2 miljard (2009 Q2: €1,9 miljard), terwijl het effectenkrediet met 16% toenam tot €345 miljoen. De gecorrigeerde winst per aandeel bedroeg €0,29, hetgeen het beste kwartaalresultaat in het bestaan van BinckBank betekende. Het vorige hoogtepunt lag op €0,27 in het derde kwartaal van 2007.

Year-to-date kwam de gecorrigeerde winst uit op € 56,3 miljoen, een stijging van 22% in vergelijking met dezelfde periode van 2008. Per 30 september 2009 beschikte BinckBank over een gezonde vermogens- en liquiditeitspositie met een BIS-ratio van 19,6% en een solvabiliteitsratio van 12,5%. Omdat BinckBank vanwege de sterke groei van de bedrijfsactiviteiten meer kapitaal dient aan te houden, gaan wij ervan uit dat de inkoopprogramma's van eigen aandelen in de nabije toekomst getemporeerd zullen worden. Wij hanteren een winst per aandeel 2009 van € 1,10 en van € 1,45 voor 2010. De aandelen BinckBank genereren een dividendrendement van ruim 5% op basis van onze 2010-taxatie.

#### Samenstelling portefeuille

De grootste belangen in de portefeuille per 2 november 2009 betreffen:

Onderneming	Percentage <sup>1</sup>
Imtech	10,0%
Crucell	9,6%
Unit 4 Agresso	7,7%
Brunel International	6,2%
Koninklijke Ten Cate	6,2%
Smit Internationale	5,5%
Hunter Douglas	4,9%
HES Beheer	4,8%
LBi International	4,6%
Neways Electronics	4,6%
Overige 13 ondernemingen	34,5%
Liquiditeiten en overige	1,4%
Totaal	100,0%

#### Vooruitzichten en potentie van het Add Value Fund

De aandelenmarkt bevindt zich momenteel in een consolidatiefase nadat zich in de periode maart – oktober het eerste herstel na de scherpe koerscorrectie van 2007-2008 manifesteerde. Wij zijn voor de komende periode positief gestemd ten aanzien van de kansen voor een continuering van de opgaande trend in de markt. Dit optimisme is gestoeld op de volgende overwegingen:

1. Het herstel van de winstgevendheid bij ondernemingen dat naar onze mening (nog) meer geprononceerd zal zijn in de tweede helft van 2009 en de eerste helft van 2010;
2. de beschikbaarheid van een ruime liquiditeit die (deels) uit vastrentende beleggingen, met name deposito's, naar de aandelenmarkt zal vloeien;
3. het feit dat de waarderingen van de geselecteerde ondernemingen zeer gunstig afsteken bij die van andere beleggingsalternatieven.

Voor een nadere onderbouwing van de potentie van de portefeuille van het Add Value Fund verwijzen wij u naar de maandrapportage van september.

---

<sup>1</sup> Dit betreft het percentage ten opzichte van het totale fondsvermogen

Wij vertrouwen erop u hiermede voldoende te hebben geïnformeerd en zijn desgewenst graag bereid tot het geven van een nadere toelichting.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Willem Burgers

Willem Meurer

Karel Vogel

Hilco Wiersma

Amsterdam, 10 november 2009